

商业贸易

2017年08月17日

天虹股份 (002419)

——零售业态转型先行者，地产项目增厚利润

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年08月16日	
收盘价(元)	15.19
一年内最高/最低(元)	17.38/12.11
市净率	2.1
息率(分红/股价)	2.37
流通A股市值(百万元)	12151
上证指数/深证成指	3246.45/10600.78

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日	
每股净资产(元)	7.27
资产负债率%	58.66
总股本/流通A股(百万)	800/800
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天虹商场(002419)新股价：以差异化、轻资产模式实行集群式扩张，合理股价36-42元》2010/06/01

《天虹商场(002419)询价：以“百货+超市+X”模式实行跨区域扩张，询价区间32-38元》2010/05/14

证券分析师

王俊杰 A0230515030002
wangjj@swsresearch.com

联系人

王昊哲
(8621)23297818×7480
wanghz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **深圳地区百货龙头，深耕华南开拓全国，跨区域稳步扩张。**天虹股份目前是深圳地区销售额最高、商场数量最多的百货连锁企业，深圳地区收入占总营收 56.1%，16 年毛利达 25.3%，显著高于行业平均水平。同时，公司积极开拓全国市场，深圳外地区营收占比逐年提升，未来新增店面仍主要集中在华中和华东地区。
- **传统百货业态改造升级，打造特色主题型购物中心。**天虹尝试采用主题编辑化的方式，对传统百货门店进行改造升级，通过布局和动线的调整、品类和环境的优化，增强购物体验，提高门店坪效。为顺应消费升级的变化，公司从 2012 年开始发展特色主题型购物中心，注重主题化发展，增加体验业态，打造特色主题街。公司目前在深圳、江西、杭州共开设 4 家购物中心，在苏州、南昌等地拥有 7 个储备项目，预计这些门店将于 2017 年-2019 年陆续开业。公司未来 5 年购物中心门店数量计划达到 20 家以上，体量约 200 万平方米。
- **优化超市业务各经营环节，重点布局便利店市场。**商品采购方面，天虹积极开展生鲜直采，构建全球采购网络，提高商品品质，降低经营成本；物流配送方面，供应商直送与仓储配送结合，提高供应链效率；门店布局方面，以客户需求为导向，按“生活区块场景”设计顾客动线。2014 年，天虹收购深圳万店通，进军便利店行业，完成线下“最后一公里”布局。未来公司将提高加盟速度，通过密集布点方式迅速扩张，发挥规模效应，计划每年开设 50~80 家门店，区域重点分布在深圳和厦门地区。
- **配套地产项目即将完工，业务结算增厚公司利润。**公司目前拥有南昌九洲天虹和苏州相城天虹两个在建项目，配套地产业务规模约 23 亿，预计年内将完成建设工作，2017-2019 年逐步确认收入。由于项目储备早，土地成本低，地产项目结算将大幅增厚公司利润。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.4/7.3/7.9 亿元，同比增长 21.9/13.6/8.5%，对应当前股价 PE 分别为 19/17/15 倍。若不考虑地产项目结算影响，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.0/6.5/7.1 亿元，同比增长 15.1/8.3/9.4%，对应当前股价 PE 分别为 20/18/17 倍。参考同行业可比上市公司未来两年的动态 PE 水平，我们给予天虹股份 2017 年达到 23 倍 PE 的预测，对应的合理股价为 18.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**南昌和苏州天虹项目不能按期完工，门店扩张不达预期，项目培育期过长

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,273	4,751	17,583	18,560	18,994
同比增长率(%)	-0.71	2.08	1.79	5.56	2.34
净利润(百万元)	524	223	639	726	788
同比增长率(%)	-56.63	21.33	21.92	13.62	8.54
每股收益(元/股)	0.66	0.28	0.80	0.91	0.99
毛利率(%)	24.2	25.3	25.2	25.9	26.1
ROE(%)	9.4	3.8	10.3	10.4	10.2
市盈率	23		19	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.4/7.3/7.9 亿元，同比增长 21.9/13.6/8.5%，对应当前股价 PE 分别为 19/17/15 倍。若不考虑地产项目结算影响，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.0/6.5/7.1 亿元，同比增长 15.1/8.3/9.4%，对应当前股价 PE 分别为 20/18/17 倍。参考同行业可比上市公司未来两年的动态 PE 水平，我们给予天虹股份 2017 年达到 23 倍 PE 的预测，对应的合理股价为 18.2 元，给予“增持”评级。

关键假设点

(1) 百货+超市+X 类业务：根据天虹门店目前的店龄结构，我们预计 2017-2019 年公司百货+超市+X 类业务营收增速分别为-0.1%、2.9%、2.2%；

(2) 便利店业务：我们预计公司 2017-2019 年每年新开便利店 50 家；

(3) 房地产业务：我们预计公司南昌九洲天虹项目和苏州相城天虹项目配套地产业务将在 2017-2019 年确认收入。

有别于大众的认识

基于公司经营历史及股东背景，市场可能认为天虹是一家老牌的国有百货商，存在着体制僵化、决策迟缓、模式单一、缺乏活力等国企通病，虽处于估值低位但未来增长潜力有限，缺乏成长空间。

我们认为，天虹作为深圳区域性龙头百货，处在我国改革开放的最前沿，管理理念前卫、经营模式紧跟国际潮流，在保持传统业态区域性优势的同时，依托三十多年来沉淀下的供应链管理体系与社会资源网，已率先迈开了创新转型步伐，成为行业转型领跑者。2017 年 8 月 8 日天虹“Well GO”亮相深圳，成为国内首家入局无人便利店行业的传统零售商，距离“缤果盒子”问世仅仅一个月，足见公司应变之速、行动之强。在此之前，天虹是传统零售“百货+超市+X”业态组合模式首创者，并先于同行业展开“体验式发展、连锁便利店、全渠道运营”三大转型布局，形成了线下“综合百货+购物中心+连锁便利店”、线上“微信+微品+虹领巾”，线上线下深度融合的立体化经营模式，用实际行动向市场宣告了公司在“新零售”大潮中领先而独特的地位。另外，天虹并不是一家纯粹的国有企业，它的第二大股东五龙贸易公司股份占比达到 25.53%，外资的加盟可为公司未来进一步体制机制调整、市场化改革，乃至整体战略的搭建提供一定的指导，为公司持续健康转型、发展注入新的生机与活力。

2010-2016 年间，零售行业在电商冲击下受到显著挤压，业绩呈现长期低迷，行业销售收入增长率、归母净利润增长率均持续下滑，在 2015 年甚至出现了负增长。零售行业整体衰鸿遍野的大背景下，市场可能认为行业公司业绩仍存下行空间、尚无触底反弹迹象，故而持有徘徊观望态度。

我们认为，线上渠道经过多年的高速增长，已面临着流量红利减弱后的增速放缓趋势，增速已从 100+% 的高点回落至 26%，未来预计仍将出现进一步下滑，对实体零售的周期性影响正在见顶回落。随着“新零售”概念的提出，各大线上平台开始不断向线下拓展，这充分说明过去纯线上的电商发展模式已经遇到了瓶颈、线上巨头正在主动与线下实体零售实现融合，线上线下竞争格局已逐步趋于动态平衡。从经营情况看，天虹股份在行业的低潮期保持着经营面积与门店数量的扩张，净资产收益率的下滑已在近两年来的持续震荡中逐步化解，2017 年三季度 ROE 达到 3.83%，显著高于行业均值 2.06%；公司在华南、华中、北京、成都等地的同店经营利润也表现出持续回暖，新增的体验式购物中心利润增速更是达到 621.31%，诸多迹象显示，天虹股份业绩正先于行业整体出现复苏反转，随着公司新业态转型的落实与铺开，公司经营业绩将持续得到增厚，我们对公司未来前景持乐观积极态度。

股价表现的催化剂

公司业绩超预期，新业态转型成功并迸发生机，国企改革出现实质性进展

核心假设风险

南昌和苏州天虹项目不能按期完工，门店扩张不达预期，项目培育期拉长

目录

1. 公司概况：华南百货白马，行业转型领跑者	8
1.1 深圳地区百货龙头，立足华南辐射全国	8
1.2 “百货+超市+X”组合，积极推进转型升级	8
1.3 门店数量持续增加，全国布局有序落实	10
2. 传统百货转型购物中心，体验模式方兴未艾	11
2.1 体验式转型抢占电商盲区，差异化模式尽显实体优势	11
2.2 “天虹+君尚”双品牌战略，全面渗透中高端消费市场	12
2.3 门店品牌更替+商品主题编辑，深度升级传统百货业态	13
2.4 落实百货转型战略，打造特色主题型购物中心	13
2.5 转变经营方式搭建自营平台，深入时尚前沿优化供应链	14
3. 超市+便利店双轮驱动，构建差异化经营格局	15
3.1 独立发展超市业态，打造新型体验式数字化超市	15
3.1.1 采购环节：直采+自有品牌，进一步优化整合商品供应链	15
3.1.2 物流配送：供应商直送与仓储配送结合，搭建专业物流体系	17
3.1.3 陈列布局：灯效讲究健康与时尚，补货、理货及时有序	18
3.1.4 购物体验：“超市+餐饮”，以体验营销为核心出售生活方式	19
3.2 进军便利店市场，积极布局消费升级	20
3.2.1 消费结构升级推动便利店业态兴起	20
3.2.2 锁定线下“最后一公里”，打造“居家生活智慧管家”	21
3.2.3 便利店定位：零售+餐厅式服务+个性化服务+O2O	21
3.2.4 天虹微喔邮局提供特色便民服务，打造便利店新体验	22
3.2.5 天虹 Well GO 黑科技，传统零售商新尝试	23
4. 线上线下深度融合，O2O全渠道战略落实	24
4.1 竞争格局趋于稳定，合作共赢拉开序幕	24
4.2 天虹率先突破传统模式，实现线上线下深度融合	25
4.2.1 “微信+微品+虹领巾”，建立全渠道服务平台	25
4.2.2 “天虹到家+跨境电商体验店”，实现线上线下无缝对接	27
5. 股东背景+管理机制为公司发展保驾护航	28
5.1 股东背景：中航控股+外资战投，国企改革催生投资机遇	28
5.2 管理机制：卓越高效的运营管理体系，充分激发企业活力	29

6. 盈利预测与估值.....30

图表目录

图 1 天虹各区域营收占比	8
图 2 天虹销售毛利率显著高于百货行业均值	8
图 3 2016 年天虹股份主营业态构成	9
图 4 2016 年天虹各业态营收及毛利率（单位：百万元）	9
图 5 天虹股份业务战略图	9
图 6 天虹上市以来门店数量与营业面积情况	10
图 7 君尚 3019	12
图 8 民治店环形动线	13
图 9 民治店女装生活区、通勤区之间的关联零食铺	13
图 10 深圳宝安区天虹购物中心	14
图 11 KidsRepublic 英伦小镇亲子主题街区	14
图 12 自营平台 Rain & Color	15
图 13 自营平台 Rain & Co	15
图 14 天虹开发自有品牌“天优”	17
图 15 天虹超市内灯光设计	18
图 16 天虹超市商品陈列布局	19
图 17: 天虹 SP@CE 超市入驻餐饮品牌	20
图 18: 天虹 SP@CE 超市体验厨房	20
图 19 “微喔”便利店外观	21
图 20 “微喔”便利店 Wifi 休闲餐饮区	22
图 21 “微喔”便利店 IPAD 电子互动	22
图 22 “微喔”便利店便当陈列区	22
图 23 “微喔”便利店水果陈列区	22
图 24 天虹微喔邮局外观	23
图 25 天虹微喔邮局内观	23
图 26 天虹 Well GO 无人便利店外观	23
图 27 无人便利店内自助收银机	23
图 28 线上线下同比增速变化	24

图 29 “虹领巾” APP 业务模块	25
图 30 天虹微信业务模块	26
图 31 天虹微品合伙人加入方式	26
图 32 天虹到家送货上门	27
图 33 天虹股份股权结构	28
图 34 天虹管理架构图	29
表 1: 2016 年天虹股份门店结构	10
表 2: 2015、2016 年天虹股份门店经营质量对比	11
表 3: 体验模式新业态	11
表 4: 天虹 sp@ce 超市采购方式汇总	16
表 5: 仓储加工中心提供的服务类型	18
表 6: 电商巨头寻求线上线下合作	24
表 7: 零售巨头积极探索线上渠道	24
表 8: 公司在建项目情况	31
表 9: 可比上市公司未来两年估值情况（股价采用 2017-08-16 收盘价）	31

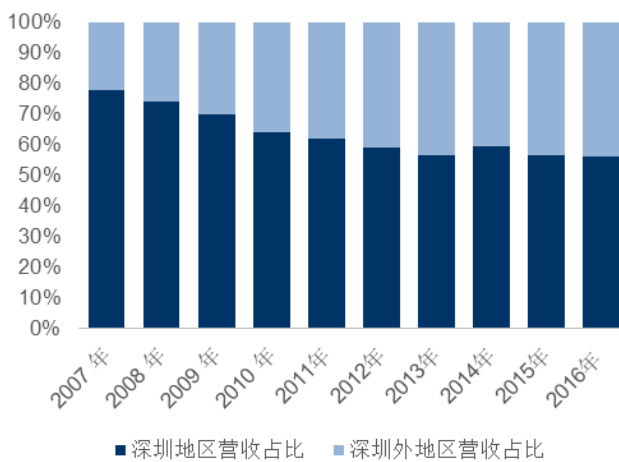
1. 公司概况：华南百货白马，行业转型领跑者

1.1 深圳地区百货龙头，立足华南辐射全国

天虹股份是深圳的龙头百货企业，区域优势显著。天虹股份成立于1984年，前身为深圳天虹商场，目前已成为深圳和广东地区销售额最高、商场数量最多的连锁百货企业。经过30多年的发展，公司形成了完善的区域供应链管理体系和丰富的社会资源关系网。目前，深圳地区为公司营收的主要来源，占到总营收的56.1%，在过去十年零售行业哀鸿遍野、持续低迷之时，天虹在深圳地区的毛利率稳步攀升，2016年达到25.3%，显著高于行业均值21.7%，表现出很强的区域竞争优势。

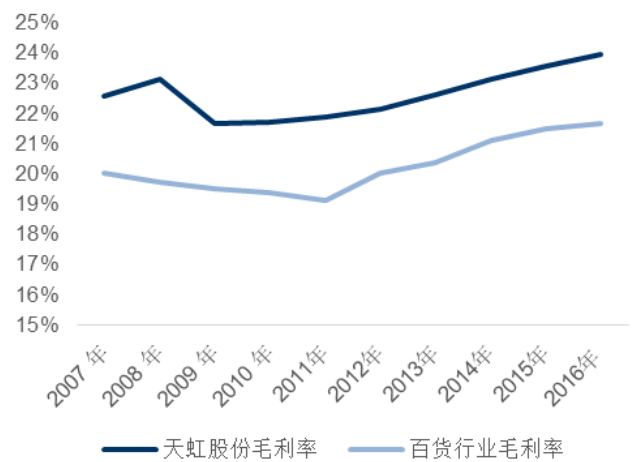
公司深耕华南地区的同时，努力开拓全国市场，实现跨区域稳健扩张。在过去十年间，公司深圳外地区占比逐年提升，从2007年营收占比的22.0%稳步提升到2016年的44.9%。天虹成功地来自改革开放第一线的百货管理实践经验嫁接到全国，门店布局延伸到华东、华中、东南、北京、成都等地，2016年深圳外地区毛利率达到22.3%，也高于行业平均水平，跨区域经营能力得到市场认可。

图1 天虹各区域营收占比



资料来源：wind，申万宏源研究

图2 天虹销售毛利率显著高于百货行业均值

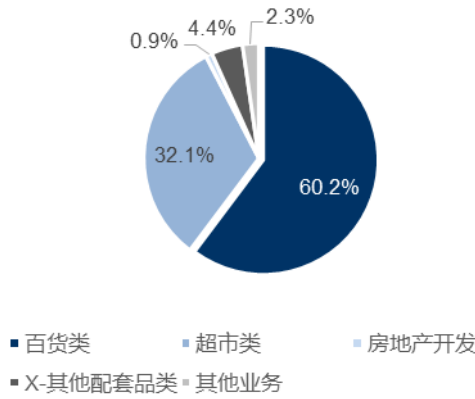


资料来源：wind，申万宏源研究

1.2 “百货+超市+X”组合，积极推进转型升级

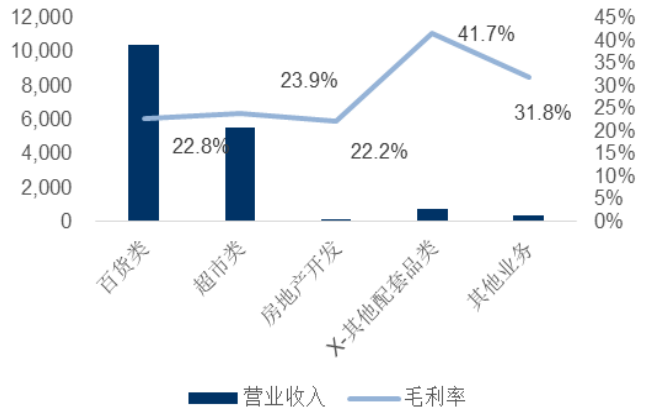
国内“百货+超市+X”业态组合模式首创者，零售多业态协同发展。天虹股份主要包括三类业务：百货类（60.2%），超市类（32.2%），“X-电器、家居、银行、餐饮等其他配套品类”（4.4%），各业务收入占比稳定，百货类始终是其营收的主要来源。天虹通过“百货+超市+X”的弹性定制业态组合模式，强化了传统单一业态间的协同效应，满足了顾客一站式的购物需求。天虹“+X”的业务模式正是当前“体验式消费”的雏形，其数十年的运营经验为公司后续转型、升级打下坚实基础。

图 3 2016 年天虹股份主营业态构成



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 4 2016 年天虹各业态营收及毛利率 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

公司立足现有优势, 率先展开三大转型布局: 体验式发展、连锁便利店、全渠道运营。百货、超市是天虹传统优势业务, 在维持主业稳健经营的同时, 公司积极推进业态转型的脚步: 传统百货向购物中心转型, 面向体验式发展; 深度升级超市业态, 进军便利店市场; 全渠道数字化经营, 线上线下深度融合。公司业态转型模式立足企业经营现状, 基于实体零售的独特优势, 借鉴行业先进模式, 打造出具有天虹特色的零售经营新式样。

图 5 天虹股份业务战略图

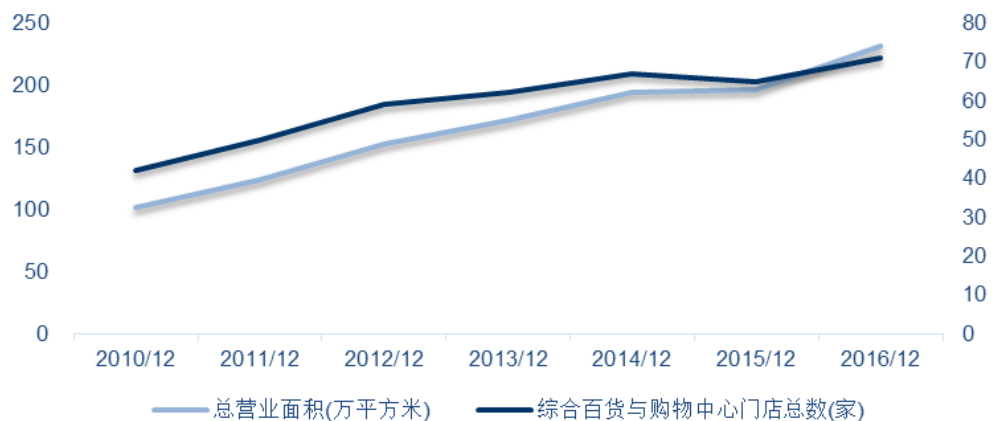


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

1.3 门店数量持续增加，全国布局有序落实

公司上市以来规模逆势扩张，门店数量与营业面积均呈现稳步上涨趋势。2010年，公司拥有“天虹”直营连锁百货商场39家，营业面积98万平方米，“君尚”直营门店1家，营业面积3.8万平方米，并以特许经营方式管理3家商场；而到了2016年，公司已拥有综合百货67家（含4家君尚门店及2家天虹特许经营门店），营业面积达到200万平方米，拥有购物中心4家，营业面积32万平方米，并拥有157家便利店。公司近年来实施由“传统百货”转型“体验式购物中心”的发展战略，新开门店以大型购物中心或类购物中心型百货为主，营业面积增速显著高于门店扩张速度。

图6 天虹上市以来门店数量与营业面积情况



资料来源：wind，申万宏源研究

门店布局重心转向华中、华东地区，扩大在重点市场的份额与影响力。2015-2016年，公司共新开9家门店，其中深圳地区仅有2家门店，其余均布局在华中和华东地区。截至2016年底，公司已经进驻江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计8省21个城市，华南以外地区综合百货类门店占比达到了45.3%。

表1：2016年天虹股份门店结构

单位：家	华南区	华中区	东南区	华东区	北京	成都	合计
综合百货	38	15	5	5	3	1	67
“天虹”门店	34	15	5	5	3	1	63
“君尚”门店	4	-	-	-	-	-	4
购物中心	2	1	-	1	-	-	4
便利店	136	-	21	-	-	-	157
合计	176	16	26	6	3	1	228

资料来源：公司年报，申万宏源研究

经营业绩下滑缓解，可比店利润总额触底回暖。在过去十年间，由于电商模式持续冲击，传统零售行业陷入前所未有的危机。曾经风光无限的跨国巨头沃尔玛、家乐福都深陷泥潭，关店频频，区域性零售公司更是出现了倒闭潮，整个行业哀鸿遍野。从公司门店经

营情况来看，受累于零售行业整体低迷与异地扩张经营初期困境，15、16 两年除华中地区外，其他区域可比店收入都表现出同比下降，但可比店利润方面已经出现积极改观，整体可比店利润 2016 年同比上涨 9.7%。就具体区域而言，北京、成都利润增速较 2015 年均已实现逆转，分别达到 16.1%、49.1%，开店总数占公司半数以上华南地区，利润同比下滑也较 2015 年明显好转，各区域门店经营质量已呈现出触底、回暖迹象。

表 2：2015、2016 年天虹股份门店经营质量对比

区域	可比店收入同比增幅 (%)		可比店利润总额同比增幅 (%)	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
华南区	-2.32%	-2.16%	-7.94%	-0.14%
华中区	4.24%	0.51%	37.02%	31.76%
东南区	-8.07%	-9.27%	-21.92%	-30.51%
华东区	-3.27%	-9.78%	3.00%	-4.87%
北京	-3.46%	-10.48%	-32.61%	16.06%
成都	-1.52%	-7.70%	3.48%	49.14%
合计	-1.66%	-2.94%	-5.30%	9.73%

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2. 传统百货转型购物中心，体验模式方兴未艾

2.1 体验式转型抢占电商盲区，差异化模式尽显实体优势

电商平台强势扩张，传统零售遭遇冲击，差异化转型已成当务之急。电商平台充分利用互联网技术打破地域限制、绕开传统供应链条，直接将产品以更低的成本送达消费者手中，其售卖商品与传统零售业务间存在明显替代关系。电商平台在过去十年间蓬勃兴起，极大地挤占了传统零售百货公司的生存空间，传统零售百货行业在前所未有的冲击中，正积极寻求变革，谋求传统业态升级、转型。

直观、即时的购物体验是实体店相较于电商无可替代的优势，亦为其扬长避短的关键。随着我国居民收入的稳步提升，消费者的消费习惯也逐步发生变化，更加重视品质、体验、服务。实体门店能够让顾客切身感受到商品的品质，相较于电商在体验性上具有天然的优势。近些年来，购物中心以体验和服务为基点，增加商场中即时消费类业态占比，已逐步呈现出去百货化和营造高质量购物体验的趋势，如上海 K11 购物中心、上海芮欧百货、上海第一百货、上海第一八佰伴、南京新百积趣坊等，纷纷引入诸如花艺、陶艺、木艺等形式的互动体验项目，发挥实体店的体验优势，打造“新零售”背景下的现代购物中心。

表 3：体验模式新业态

商家名称	体验模式
上海 K11 购物中心	听觉上，有舒缓音乐和人工瀑布水流声、鸟鸣声；味觉上，有世界各国超过 20 家异国风味食肆汇聚；视觉上，有极具未来感的不规则手扶电梯、趴满蚂蚁的透明地下建筑屋顶等，力求做到艺术、人文、自然三大核心元素融合
上海芮欧百货	引入“手工大师 The Handmade Master”、“城市匠心”、“Me to two”、“iYoo”、“Zowoo”、“全

商家名称	体验模式
上海第一百货	爱工匠 AUGUSMITH”等品牌，涵盖了花艺、金工、布艺、陶艺、木工、文创、皮革、饰品、绘画甚至糖果 DIY 等各个行业的手作体验业态。 确立了“大戏院、梧桐、弄堂、夜上海”和“都市前沿、冬季花园、探索发现、慢生活”八大主题，积极打造“全客群、全时段、全业态、全品类、全渠道”的休闲娱乐购物场所
南京新百积趣坊	囊括了多种特色、互动、体验品牌：手工手链--宝岛·玻璃的故事、可以 DIY 的--苏太园艺、手工木艺体验坊--尺渡、皮艺制作--喵匠、零基础绘画--绘画、特色美甲--颜匠工场、儿童教育体验--有米、干花创意插画等
上海第一八佰伴	通过打造公园环境、植入科技元素、探索跨界融合、实现场景购物、增加体验互动、完善乐心设施六大举措，打造具有购物中心功能的现代名品百货商厦

资料来源：赢商网，联商网，中购资讯，凤凰财经，申万宏源研究

2.2 “天虹+君尚”双品牌战略，全面渗透中高端消费市场

双品牌战略抢占中高端消费市场，稳固公司市场地位。“天虹”品牌定位于中高端百货，以经济发达地区的中高收入居民为目标客户群，在总体发展上采用集群式发展模式，充分发挥连锁经营的规模优势。从 2010 年起，天虹股份根据竞争策略和高端市场发展需求，开始筹备以“君尚”为品牌的高档百货店。“君尚”品牌定位于高端百货，与“天虹”品牌错位经营，形成客群的互补和业务的系统，稳固了天虹在百货行业的领导地位。

“君尚”开展体验式业态，拓展天虹发展空间。天虹于 2010 年 11 月 25 日成功推出君尚百货第一家门店-深圳福田中心店，实现天虹购物广场升级为君尚百货门店的目标。2016 年 12 月 9 日，“体验式商场”君尚 3019 正式开业。君尚 3019 的定位为“一个出售生活方式的地方”，其与传统百货最大的区别为体验业态占比高达 70%，零售业态仅占比 30%。君尚 3019 不仅提供餐饮、影院、健身等低阶版的体验业态，还提供还引进了专业滑雪培训、零基础绘画培训、医疗齿科、茶道、花艺、木艺、陶艺、皮具制作等大量新鲜体验业态。“君尚”百货不仅拓展了天虹的发展空间，满足了市场高端消费需求，还增强了天虹对高端品牌供应商的吸引力，进而提升其整体市场地位。

图 7 君尚 3019



资料来源：天虹官网，申万宏源研究

2.3 门店品牌更替+商品主题编辑，深度升级传统百货业态

旧店改造，实现百货业态全面主题编辑化。百货门店经营面积一般为几万平米，与大型商业体相比，百货门店受限于经营面积无法呈现更多的商品与服务；相较于专业店，又不能在垂直领域精细化运作成为“品类杀手”。天虹尝试采用主题编辑化的方式，对传统百货门店进行改造升级。从 2013 年起，天虹积极推进现有实体门店进行主题编辑化改造。2016 年，天虹首家主题编辑式门店南昌“天虹 COOL+”于 9 月顺利开业，深圳君尚 3019 和珠海天虹也于 12 月相继开业。同时，天虹对于旗下的传统门店民治天虹、深南天虹也进行了百货业态主题编辑化改造。

天虹民治店打响旧店改造升级第一炮。天虹商场民治店开业于 2007 年，销售利润最高曾达到 6000 万，后虽有所下滑但仍能维持在 5000 万左右。考虑到民治店周边的消费群体主要为来深圳打拼首次置业的年轻一族以及三口之家，因此民治店的主要两个转型方向为：体验升级和商品升级。在体验上，以“花园式主题商场”为目标，民治店将原有的棱角分明“回字形”动线调整为环形动线，加上随处可见的绿色植物，让来店购物的年轻人享受到舒适、放松的购物环境。在商品方面，由于为了增加购物环境的舒适度，民治店在改造时不得不牺牲一部分经营面积，因此这次改造的主要目的是提高单位面积的经营效率。虽然入驻品牌减少了 30%，但品项却增加了 20 个左右，为消费者提供了更多种类的商品选择。另外，民治店在改造时，以商品内在关联性为逻辑，改变了整个商场的布局。例如在商场三楼根据不同的消费场景，将女装品牌划分为生活区、通勤区，但又考虑到上班族对于零食的热爱，在两大区域之间还关联了零食店铺。天虹努力打破地域、空间限制，对于传统百货老店改造正在不停地做出积极尝试，未来将更加期待天虹给我们带来更多惊喜的新尝试。

图 8 民治店环形动线



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 9 民治店女装生活区、通勤区之间的关联零食铺



资料来源：联商网，申万宏源研究

2.4 落实百货转型战略，打造特色主题型购物中心

实施业态转型战略，由百货转向购物中心。从 2012 年起，公司为顺应消费升级的变化，积极实施多业态发展及现有业态转型战略，发展综合式购物中心成为天虹多业态发展的其中一个方向。2013 年 10 月 26 日，天虹第一家购物中心——深圳宝安区天虹购物中心正式

开业，这标志着天虹为实现购物中心化迈出了第一步。紧接着天虹还新开了杭州购物中心、吉安购物中心以及新沙天虹购物中心。目前正在筹备开业的购物中心有苏州相城店、南昌朝阳洲店等 7 家购物中心，预计这些门店将于 2017 年-2019 年陆续开业。未来 5 年内，天虹购物中心门店数量计划达到 20 家以上，体量约 200 万平方米。

购物中心注重主题化发展，打造特色主题街。相比于百货商场，购物中心更注重体验式消费，旨在为消费者提供全方位的服务和配套设施。考虑到购物中心并不像百货需要专业团队进行统一化管理，加上购物中心的品牌进驻商相似度较高，很容易会出现千店一面的情况，因此天虹在开设购物中心时特别注重每个购物中心的特色主题化发展，体验业态占比已超 20%。例如从 2016 年起，历时一年多，天虹对最早开业的深圳宝安区天虹购物中心进行改造。将原本五楼单一的传统零售改造为 KidsRepublic 英伦小镇亲子主题街区，这个主题街区融合了儿童零售、娱乐、体验、培训、餐饮、社交于一体。同时，天虹对 16 年新开的新沙天虹购物中心也围绕“畅享欢乐时光的生活中心”的定位打造了国内首个购物中心室内夜宴主题街-Yes!街。这个主题街区不仅集聚了 35 家特色美食餐厅，还引进深圳沙井首个 IMAX 影城-百川 IMAX 影城，打造了日式、欧美风情街区。天虹对于购物中心的创新尝试，体现了其卓越的管理能力和精准定位。特色化、差异化的服务也将提高购物中心的地域优势，有效增强消费者对天虹的品牌认可度。

图 10 深圳宝安区天虹购物中心



资料来源：深圳新闻网，申万宏源研究

图 11 KidsRepublic 英伦小镇亲子主题街区



资料来源：联商网，申万宏源研究

2.5 转变经营方式搭建自营平台，深入时尚前沿优化供应链

自营模式可有效提高毛利率水平。目前国内百货还是以联营模式为主，这种模式存在三大弊端：第一，百货商场会失去提供售卖服务和购物体验的职能；第二，各大百货商场同质化现象严重，大型百货内所拥有的品牌几乎一样，千店一面，毫无特色；第三，百货公司仅依靠收取品牌商的租金和销售扣点来获得利润以及中间成本的存在，导致联营模式的毛利率较低。目前国内百货业销售毛利率基本在 20%左右，但国外百货业的综合毛利率能保持在 34%左右。以美国梅西百货为例，其拥有专门负责自有品牌及一些特许品牌设计、开发和市场推广的子公司，它们保证了梅西百货的商品不同于竞争对手。因此通过自营模式可以大幅减少中间成本，使百货公司有更大的议价空间以及能够掌控对商品的定价权。

搭建自营平台，提升竞争力和生存空间。天虹百货希望通过仿照国外自营模式，积极搭建自营平台，从而进一步提高毛利率水平。目前天虹百货通过专业的时尚买手及商品运营团队，深入时尚前沿精选商品，打造现代都市女性一站式购物体验。天虹现已搭建 Rain 系列买手制百货自营平台 Rain & Color、Rain & Home、Rain & Co、Rain & Kids 等，这四大系列分别提供服装、家居、女杂、亲子品等产品。截至 2016 年末，女杂集合馆 Rain & Color 和家居集合馆 Rain & Home 各开设 14 家，品牌时装集合馆 Rain & Co 开设 2 家，儿童集合馆 Rain & Kids 开设 1 家。2016 年，天虹还引进国内时尚女装 KBNE、菀草壹和 Siastella 品牌的代理。截至 2016 年末，天虹共拥有 5 个品牌的代理，分别为 CACHE CACHE、JOJO、KBNE、菀草壹和 Siastella，合计开店 21 家。这些数据充分说明天虹正在积极寻求突破，打破联营模式，发展自营平台，努力向国外模式靠近，通过优化自营商品供应链，进一步提高毛利率，扩大生存空间，同时增加商品的特色性，为顾客提供“独一无二”的商品，提升竞争力。

图 12 自营平台 Rain & Color



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 13 自营平台 Rain & Co



资料来源：联商网，申万宏源研究

3. 超市+便利店双轮驱动，构建差异化经营格局

3.1 独立发展超市业态，打造新型体验式数字化超市

2017 年 4 月，公司开始将超市作为独立业态进行发展，定位为中高端的新型体验式数字化超市。天虹顺应消费升级及自身战略发展要求，创新推出全新都会生活超市 Sp@ce，主要面向都市追求品质生活的中高端客群，精选全球优质商品，以亲民的价格向消费者提供餐饮、生鲜、健康有机商品、餐桌厨房用品等，满足顾客都会生活节奏的需要。2017 年 1 月，公司第一家 Sp@ce 超市由深南天虹超市转型升级而成。公司未来将以 Sp@ce 超市和天虹超市两个品牌为双翼，集中在华南、华中及东南区等公司优势区域拓展，计划 3 年内实现超市门店数约 100-150 家。

3.1.1 采购环节：直采+自有品牌，进一步优化整合商品供应链

良好的采购管理能够取得规模优势，降低成本，构建丰富的品种组合，并且保证果蔬的质量和品相。天虹通过国际直采深入超市供应链上游，搭建了东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络；大力发展国内生鲜基地实现源头采购，建立畜禽肉 PC 厂、

果蔬 PC 厂等, 确保肉类分割商品及果蔬包装商品的标准化; 同时开发自有品牌, 进一步优化整合商品供应链, 提升商品毛利率。

表 4: 天虹 sp@ce 超市采购方式汇总

采购方式	核心优点
全球直采	精选地标性商品, 涉及食品、生鲜、日用品等品类, 满足顾客消费升级需求
生鲜直采	涉及畜禽肉类、果蔬等, 提升经营效率, 减少流通环节, 避免层层加价, 保证生鲜高质量
自有品牌	涉及食品、生鲜、百货等, 持续开发最优产地商品, 严控商品品质, 提升商品毛利率

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

(1) 生鲜产品采购

生鲜品源头直采, 生鲜基地整合采购资源, 确保商品品质与安全。传统的超市生鲜采购渠道为: 产地-采购商-批发商-超市采购员。农产品从菜农到消费者手中, 层层加价后通常要涨 5 倍以上。公司大力推进产地直采及生鲜基地建设, 通过新增直采品类、新增驻产地收购模式、实行单品营销等措施, 2015 年累计设立 50 个国内生鲜基地, 有效整合采购资源。公司截至 2016 年建立畜禽肉 PC 厂共计 23 家、果蔬 PC 厂配送门店共计 37 家, 确保肉类分割商品及果蔬包装商品的标准化, 提升经营效率。建立“天虹生鲜农药残留快检实验室”并于 2017 年 3 月 10 日正式投入使用。实验室配备专业检测设备、专业技术人员, 每日对生鲜物流配送中心的蔬果进行统一检测, 避免不合格商品流入门店。2016 年的生鲜直采销售同比上升 50%。

(2) 进口商品采购

2014 年公司开始大力构建全球源头采购网, 精选地标性商品, 满足顾客消费升级的需求。2015 年公司实现韩国、日本、马来西亚、德国、丹麦等 20 个国家的国际直采, 涉及食品、生鲜、日用品等商品。截至 2016 年, 公司已搭建东南亚、韩国、欧洲、美洲、澳洲五大区域的全球直采网络。天虹 sp@ce 向消费者提供 6000 余种进口商品, 生鲜商品了引进法国生蚝、澳洲龙虾等进口鲜活海产品、冷鲜澳洲牛肉、巴马香猪及新鲜安全果蔬。全球直采销售同比上升 392%。

(3) 自有品牌销售

目前公司拥有 4 个自有品牌, 分别为天优 (TEEMFUL)、菲尔芙 (FIFO)、奥百思 (ALBST)、天口味, 涉及食品、生鲜、百货等商品, 品种数近 700 种。公司持续开发最优产地商品, 严控商品品质, 积极开展自有品牌商品感知质量评审和检测工作, 提升顾客对商品质量稳定性、品牌信誉的认同度。比如天优食品品牌定位为优质健康食品, 产品系列包括粮油、零食、冲饮品等, 品牌特色是: 可靠、超值、健康、美味、可靠; 菲尔芙作为天虹旗下主打日用品的品牌, 产品系列包括日杂用品、厨房用品、纸巾、清洁用品等, 品牌特色为超值、可靠、实用; 奥百思目标顾客为中高收入消费者, 主打功效流行、新颖的品种, 品牌特色为健康、精致、时尚。2016 年自有品牌销售同比上升 22%。

图 14 天虹开发自有品牌“天优”



资料来源：虹领巾，申万宏源研究

3.1.2 物流配送：供应商直送与仓储配送结合，搭建专业物流体系

供应商直送与仓储配送中心配送相结合，提高供应链效率。仓储配送方式分为两类：专柜商品的配送、仓储由专柜供应商负责，公司向部分专柜供应商提供商品储存库区；自营商品由公司仓储配送中心配送或供应商直送商场配送。公司仓储配送中心配送由自营供应商根据订货数量将商品集中送达公司仓储配送中心，由公司仓储配送中心将商品配送至各商场。供应商直送商场配送是指自营供应商根据各商场订货数量，将商品直接配送至各商场。以此降低供应商的配送成本，扩大商品直供，巩固公司与供应商的合作关系。目前基本以公司仓储配送中心配送方式为主。

依托仓储配送中心，物流管理体系“专业化分工、标准化作业、层级化管理”。公司仓储配送体系由 1 个面向全国仓储配送中心(深圳沙河仓储配送中心)、3 个城市仓储配送中心(南昌、厦门、福州)组成，覆盖范围为广东、福建和江西 3 省，深圳、东莞、惠州、厦门、福州、南昌 6 个城市。以深圳沙河仓储配送中心为例，于 2002 年 10 月投入使用，占地 13,703 平方米，仓储面积 12,000 平方米，拥有自备配送车辆 6 辆。深圳沙河仓储配送中心目前负责为深圳、东莞、惠州地区 23 家直营连锁百货商场和 1 家特许经营商场提供超市商品和电器类商品的验收、仓储、配送服务，并每月为福州、厦门、南昌等地的 4 家珠三角区域外的直营连锁百货商场提供定期配送服务。公司在厦门、福州、南昌的 3 个城市仓储配送中心基本能满足当地商场的配送需求。

为了提升商品的配送能力，位于东莞大朗仓储加工中心于 2010 年 11 月 6 日建设完成并正式投入运营，具备常温仓储和加工两方面功能：常温仓储包括验收、仓储、分拣、包装、信息处理等功能，主要负责珠三角地区商场超市类商品和电器类商品的验货、仓储、

分拣等服务，同时面向全国，为公司其它区域仓储中心提供定期配货服务；加工包括超市经营的熟食、净配菜、水果等商品的分拣、包装等功能，主要负责为珠三角地区商场超市提供熟食及果菜的加工。基于仓储加工中心的以上服务，超市降低其要货单位，提高供货反应速度，解决商品断货问题；超市可降低其库存量，降低单位存货成本，发挥规模经济效益；同时提升熟食、生鲜等商品的质量。

表 5: 仓储加工中心提供的服务类型

服务类型	服务内容和作用
仓储服务	提供最佳库存量管理，大幅减少公司整体资金占用，降低商品损坏率、丢失率。
鲜度管理	鲜度管理系统设有出货期限警戒和自动报警功能，根据商品的保质期限，为供应商提供“进出存”信息支持服务，最大限度确保商品的鲜度。
信息服务	可提供日、月、季度商品进、销、存数据服务，供应商可通过访问新产业物流服务网等方式随时查询商品信息(包括库存、进出货、配送情况等)，便于其依据市场变化做出正确的销售决策。
加工服务	提供贴条码、重新包装、组合商品等多种形式的加工增值服务以及肉制品、蔬菜、水果等商品的加工服务。
配送服务	利用第三方车队在保障配送业务的同时，通过优化配送路线和送优先级等配载管理，充分保障配送工作的“准确性”和“及时性”。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1.3 陈列布局：灯效讲究健康与时尚，补货、理货及时有序

陈列布局是通过商品展示直接与消费者发生互动的重要环节。门店商品陈列管理是零售商非常重要的技能之一，好的陈列布局就像一个无声的“促销员”，能很好地引导客流在店内的动线，使顾客更多关注到你想卖给他商品。漂亮的陈列和主动的推销可以扩大15%以上的销量，利用好商品的陈列布局能够有效提升门店坪效。公司聘请专业设计师，致力于打造“健康·时尚”的超市形象。天虹 sp@ce 超市充分利用灯光效果，沿墙货架以明亮的灯光照射，以达到增大空间的视觉效果；不同的商品用不同色温的灯光照射，凸显商品特性，增强顾客购买欲；不同灯型搭配组合，节能环保，降低经营成本。

图 15 天虹超市内灯光设计



资料来源：中国照明网，申万宏源研究

以顾客需求为导向，按“生活区块场景”设计顾客动线。从行业视角来看，sp@ce 超市在零售逻辑上是在改变超市行业以“商品群”为导向的售卖思维，创新性聚焦“生活区块场景”设计顾客的合理动线，从冰箱→厨房→餐桌→客厅→浴室→卧室，从 Ready to eat (即食食品)→Ready to cook(半成品)→ Whole fresh(新鲜食材)，从柴、米、油、盐、酱、醋、茶→咖啡、红酒、烘焙、旅行、文创等主题专区，都在以顾客生活方式的需求为导向打造“都会生活空间”。

商品摆放整洁有序，突出新鲜，展示柜布局讲求新意。以 sp@ce 超市的生鲜商品为例：活鲜水产陈列于透明展示缸或冰冻展示柜当中，同时明码标价并注明其生活习性、营养价值以及烹饪方法等，以活体、新鲜和体验式购物吸入更多的潜在顾客；肉类陈列丰满，品项齐全，其中牛肉展示柜对于不同品项的牛肉使用保鲜膜分隔开，并配以青草和牛的模式装饰，吸引客流，营造良好的销售氛围；水果展柜分类陈列，设有展示柜陈列现场制作的蔬菜和水果拼盘、沙拉杯，整洁美观，种类丰富，增强顾客购买欲，岛柜中装饰以鲜花以及“SP@CE”标识的西瓜雕，给人以新奇感，提高门店档次。

图 16 天虹超市商品陈列布局



资料来源：天虹悦报，申万宏源研究

3.1.4 购物体验：“超市+餐饮”，以体验营销为核心出售生活方式

在超市设置主题专区，融入产品试吃、产品故事和使用方法介绍等体验模式。sp@ce 在店内每个区域设置融入产品试吃、产品故事和使用方法介绍的体验区，还有由五星大厨领衔的“体验厨房”提供美食课堂培训和生活食材加工服务。通过“体验厨房”分享家庭文化、家庭烹饪、健康和自然理念，同时顺应顾客生活的需要，让顾客通过丰富的购物体验感受到购物过程的趣味性、生活性，从出售商品转变为出售生活方式。体验厨房设有 17 个体验点供顾客体验，通过课程教顾客做家常菜并且实现互动。体验厨房还可以给顾客提供生鲜加工服务，直接帮顾客处理好，节省下顾客的时间，从而提升购物体验。

图 17: 天虹 SP@CE 超市入驻餐饮品牌



资料来源：深圳新闻网，申万宏源研究

图 18: 天虹 SP@CE 超市体验厨房



资料来源：天虹悦报，申万宏源研究

3.2 进军便利店市场，积极布局消费升级

3.2.1 消费结构升级推动便利店业态兴起

便利店的兴起来源于居民收入的增长与消费结构的升级。从日本、台湾的发展经验看，随着人均 GDP 的不断提升，业态升级的顺序依次为：百货、超市、便利店、购物中心、精品专卖店。当人均 GDP 达到 3000 美元时，为便利店导入期；当人均 GDP 达 5000 美元时，进入便利店快速成长期；当人均 GDP 达 1 万美元时，进入行业激烈竞争期。随着我国居民收入水平的提高，伴随着消费习惯的升级，连锁便利店形式或将蓬勃发展。

传统超市大卖场业态已在我国趋于成熟，便利店进入高速发展阶段。随着我国大部分省份人均 GDP 进入 7000 美元，对消费的便利性和个性化需求抬升，一、二线城市便利店业态具备较大的需求空间。实际上，国内便利店销售收入已经从 2008 年的 178 亿元增长到 2015 年的 461.7 亿元，年复合增速 14.6%。预计未来 5 年，随着人均收入提升、一线城市消费升级和门店下沉，将带动门店和销售额保持两位数增长，我国已进入便利店市场高速增长时代。

零售新物种：无人便利店，挑战与机遇并存。自从亚马逊通过 Amazon Go 在美国西雅图打响无人便利店第一枪后，无人便利店这种零售新业态便以星星之火可以燎原之势迅速在我国一线城市扩散，成为传统零售商纷纷试水的新领域。2016 年 8 月，缤果盒子在广东中山启动项目测试，并于今年 6 月在上海杨浦区开设首家门店。顾客进店需扫描二维码，选好商品后放置在收银台检测区，检测区自动出现收费二维码，然后顾客直接微信或者支付宝扫码完成付账，即可离店。缤果盒子之后，阿里巴巴也推出了自己的无人计划-淘咖啡，但目前仍处于实验阶段。随后，一系列无人便利店如雨后春笋般冒出，如 F5 未来商店、Take Go、小 e 微店、EAT BOX 等。无人便利店的兴起确实在国内掀起了一阵风潮，也是当下新零售业态的一项大胆尝试，但无人便利店依旧面临着许多问题，如需要成熟的商品识别技术、支付方案、智能化能源管理的支撑，以及人们消费习惯的转变。因此，目前其发展的态势和前景仍未特别明朗，但值得我们予以重点关注。

3.2.2 锁定线下“最后一公里”，打造“居家生活智慧管家”

收购“万店通”，天虹“微喔”进军便利店行业。便利店是商业业态中最接近消费者的一种，虽然其面积不大，但服务粘性和层次较为深厚，可以迅速降低消费者购买商品的时间、距离和精力成本，解决了“最后一公里”的难题，因此零售巨头们也纷纷对便利店展开了尝试。2014年，天虹以2090万元收购深圳本土企业“万店通”，一举进军便利店行业。在此背景下，天虹独具风格的“微喔”便利店诞生了，其成为天虹多业态发展的重要一环。2014年7月18日，天虹首家“微喔”便利店在深圳市南山区海印长城一期面世，天虹“微喔”便利店依托现有商品供应链和社区零售营运经验，定位于社区居民生活的线上线下最后一公里服务站和居家生活的智慧管家，成为天虹线上业务的订货点、取货点和退换货点。截至2016年末，天虹拥有的便利店的门店数量已达157家。在2015年7月10日天虹成立江西省微喔商贸发展有限公司，运营南昌市场便利店业务。但经过一年多运营，江西微喔经营状况未达预期，天虹为调整便利店业务布局，于2016年12月决定注销江西微喔，同时停止江西微喔旗下18家便利店的经营。2017年，天虹打算提高加盟速度，计划将开设50~80家便利店门店。

图 19 “微喔”便利店外观



资料来源：联商网，申万宏源研究

3.2.3 便利店定位：零售+餐厅式服务+个性化服务+O2O

“微喔”联动线上平台，提供便民生活和金融服务。微喔便利店的面积在80-150平方米，其中15-20平方米作为仓库。便利店定位的消费主体是和互联网技术一起成长起来的80后、90后、甚至00后，消费理念时尚、追求品质生活等的快捷生活人群。因此除了提供传统的零售服务外，微喔便利店的定位还增加了餐厅式、个性化服务和O2O。在餐厅式休闲区，消费者不仅可以坐下来享受新鲜美味的即食商品还可以悠闲享受无线上网服务。在个性化服务方面，微喔便利店提供ATM、公共事业缴费、银行开卡、证券开户、购买理

理财产品等在内的金融服务和衣物干洗、照片冲印、鲜花预订、家政预约、电器清洗等社区生活服务，在小小的便利店内囊括了居民需求的基本生活服务和金融服务。在 O2O 方面，微喔便利店还配备了 Wi-Fi 和 IPAD，以供消费者可以直接在天虹网上购物平台预约商品，然后在 48 小时实现宅配到家或到店提货。除订货外，微喔便利店还承担网上天虹和天虹实体店的取货、换货、网购售后服务的职能。在支付方式方面，微喔便利店具备现金、银行卡、天虹卡、深圳通、微信扫码购等支付方式，未来还将实现微信小额支付、闪付、手机支付等。通过全方位的服务，微喔便利店很好得解决了天虹线上线下最后一公里的问题，更加贴近居民生活。

图 20 “微喔”便利店 Wifi 休闲餐饮区



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 21 “微喔”便利店 IPAD 电子互动



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 22 “微喔”便利店便当陈列区



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 23 “微喔”便利店水果陈列区



资料来源：联商网，申万宏源研究

3.2.4 天虹微喔邮局提供特色便民服务，打造便利店新体验

天虹联手中国邮政，开创天虹微喔邮局新模式。由于目前社保局排队等候业务时间较长，天虹微喔联合社保局创新经办模式，开展天虹微喔邮局，提供社保信息变更、社保关系转移、个缴人员社保补缴等 4 大类 67 项社保业务，还可以于店内实现填单办理邮政业务、自行取包裹、充值电话费等多方位服务。目前已正式投入运营的有罗湖田贝天虹微喔邮局、

福田八卦岭天虹微喔邮局和南山高新天虹微喔邮局。天虹与邮政合作的创新尝试，为其便利店增加了特色服务的同时也提高了微喔便利店的市场竞争力。

图 24 天虹微喔邮局外观



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 25 天虹微喔邮局内观



资料来源：联商网，申万宏源研究

3.2.5 天虹 Well GO 黑科技，传统零售商新尝试

天虹首家无人便利店“Well GO”开业，会员专属制度+RFID 无线射频识别技术。8月8日，天虹首家无人便利店亮相深圳湾天虹总部大厦一楼，同时这也是有传统零售商背景的企业首次入局无人便利店。该店面积为12平方米，店内店内摆放了6组货架和1个风幕柜、1台咖啡机，共陈列了300余种商品，涵盖零食、饮料、生活用品等。有别于其他无人便利店，Well GO采用会员专属形式运营，进店购物需认证天虹会员身份，会员的身份不仅适用于Well GO，还同时可享受天虹各业态的专属会员权益。商品选购完毕后，可将其放在指定收银台结算区域，系统会自动识别商品种类、数量、金额、优惠等信息，并呈现在屏幕上，顾客可通过虹支付（虹领中 App 支付）、微信、支付宝三种结算方式买单。Well GO在收银环节采用的是目前较为成熟的RFID 无线射频识别技术，该技术也已应用于日前开设于后海天虹的“全球IN选”，同时也是国内首次将新型的RFID技术运用在大型零售商超。天虹Well GO从构思到落地，前后共计仅一个多月，这也充分体现了其创新变革的能力。目前Well GO仍处于试营业阶段，市场尚待培育，未来取得的实际效果尚待观察。

图 26 天虹 Well GO 无人便利店外观



资料来源：联商网，申万宏源研究

图 27 无人便利店内自助收银机



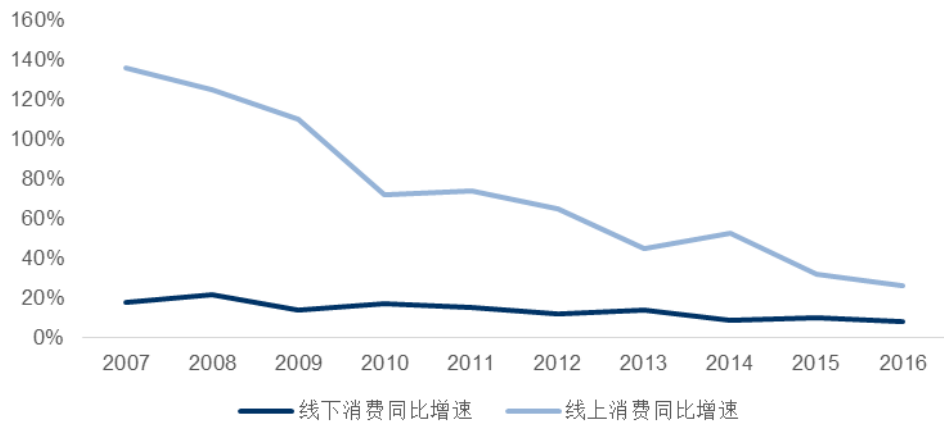
资料来源：深圳晚报，申万宏源研究

4. 线上线下深度融合，O2O 全渠道战略落实

4.1 竞争格局趋于稳定，合作共赢拉开序幕

线上增速放缓，电商谋求转型，“新零售”概念兴起。目前，线上同比增速已由 2017 年的 136% 回落到 2016 的 26%，电商发展逐渐触及行业天花板。各大电商巨头基于对未来线上流量红利的快速衰减、消耗殆尽的判断，纷纷开始寻找线下企业进行合作。线下传统零售在经历了电商血雨腥风般冲击的同时，也积极谋求自身发展转型的方向，线上线下联合需求日益显现。

图 28 线上线下同比增速变化



资料来源：wind，申万宏源研究

表 6: 电商巨头寻求线上线下合作

时间	事件	时间	事件
2015 年 8 月	阿里集团成为苏宁第二大股东	2015 年 8 月	京东集团战略入股永辉超市
2016 年 11 月	阿里入股三江购物，股份占比 32%	京东	2016 年 6 月 京东收购 1 号店
阿里	2017 年 1 月 阿里私有化银泰商业	2017 年 4 月	京东宣布将在未来 5 年布局 100 万家便利店
2017 年 2 月	阿里、百联集团达成战略合作	亚马逊	2015 年 11 月 亚马逊开设第一家实体书店
2017 年 5 月	阿里集团购入联华超市 18% 股份	2017 年 6 月	亚马逊收购全食超市

资料来源：联商网，申万宏源研究

表 7: 零售巨头积极探索线上渠道

零售巨头	O2O 模式
天虹商场	自营线上平台网上天虹(虹领中)、微店、微信服务平台，联手阿里打造 O2O 生活平台，PC+支付宝移动端
新华都	联手阿里打造 O2O 生活平台，PC+支付宝移动端
步步高	自营跨境电商平台云猴网
友阿股份	组建友阿云商、打造线上奥莱电商平台“友阿特品汇”
重庆百货	自营“世纪购”跨境电商平台、支付宝支付
首商股份	与阿里旗下云淘合作，门店借入喵街
沃尔玛	2016 年 10 月，增持京东股份至 10.8%，成为其董事会观察员
永辉超市	依靠永辉超市生活 APP，实现对周围三公里的配送，线上订单占比已达 20% 左右

资料来源：联商网，申万宏源研究

4.2 天虹率先突破传统模式，实现线上线下深度融合

4.2.1 “微信+微品+虹领巾”，建立全渠道服务平台

在行业内率先突破传统百货购物模式，从实体店走向线上线下融合的全渠道。公司率先打造出全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号“天虹”，随后逐步创新并通过官方 APP 虹领巾、天虹微信、天虹微品形成线上线下融合的全渠道发展格局。

虹领巾是天虹商场股份有限公司打造的本地化生活消费服务平台，在线销售生鲜、食品、家电、百货、母婴、服饰、海淘、美容护理等优质商品，满足顾客日常购物和生活资讯需求。“虹领巾”已经上线移动购物、跨境电商、门店营销、超市直送天虹到家、本地生活等业务模块。移动购物模块当中“海外购”和“品牌云店”得到了突出的展示，此外还有居家服饰、家电日用品、母婴用品、礼物选购的板块，整合了百货门店以及跨境电商体验店的商品；门店营销模块当中包含积分换礼、口令券等活动，还有大量百货、超市及周边餐饮、生活服务的优惠券和折扣券、以及会员卡可以一键领取，领取后将保存在用户的个人中心；自助买单和天虹到家分别免除了顾客排队等候和负重搬运的辛苦，优化购物便利体验；以及本地生活模块还囊括了购买电影票、洗衣洗鞋、家电清洗和手机维修等日常必要服务。截至 2017 年 5 月，公司虹领巾会员近 400 万，超过一半的会员为活跃会员。

图 29 “虹领巾” APP 业务模块



资料来源：虹领巾，申万宏源研究

天虹微信是全国首家拥有“自定义菜单”的零售微信服务号，菜单里提供了“虹领巾”线上购物平台的接口、会员服务以及门店精选等营销活动，后台回复消息会有客服人员解答用户的疑问。截至 2016 年底，天虹微信累计会员逾 500 万，活跃用户数逾 200 万。另有“天虹悦报”订阅号主要发布天虹动态、新闻，门店亮点，行业经验等内容，发布频率固定为一周两次。

图 30 天虹微信业务模块



资料来源：红领巾，申万宏源研究

天虹微品是依托公司官方 APP 通过移动社交网络打破传统零售用户的时空限制，以现有用户为基础建立以人为连接，以社交为纽带的微零售新渠道。微品使全体公司员工参与到线上销售中，尝试全新的社交电商模式，完成了自身的互联网改造和转型。首创“自有实体商业与社交微零售的有机集合”，提供可信赖的实体网络支撑给商品品牌商、合伙人、以及广大消费者。当用户在注册申请开店并审核通过之后，可以从推荐的当季最热销的、性价比高的商品列表当中选取商品添加到自己的店铺当中，推荐的商品均注明了售出一件该商品店主所赚得的利润。用户可以在添加商品之后一键生成店铺宣传海报并分享，或直接将店铺分享到朋友圈进行宣传，朋友扫码注册之后可成为店铺的合伙人。公司与微品业务主要管理人组成的合伙企业及深圳微品致远信息科技有限公司成立深圳市天虹微品电子商务有限公司，独立运营天虹微品。截止 2016 年底，天虹微品店主达到 25 万余。

图 31 天虹微品合伙人加入方式



资料来源：天虹微品，申万宏源研究

4.2.2 “天虹到家+跨境电商体验店”，实现线上线下无缝对接

通过天虹到家和跨境电商体验店，全面打通线上线下业务。2015年7月，天虹正式推出从线下到线上的“天虹到家”业务，以及从线上到线下的“跨境电商体验店”业务。截至2017年5月，天虹到家上线门店累计达到65家，跨境电商体验店共开设42家。

天虹到家是依托天虹商场实体店的覆盖以及仓储配送网络，在官方app“虹领巾”上线的O2O业务。以天虹商场门店为圆心，半径3公里范围内提供送货服务，运费在5元以下，并且按照订单金额享受运费减免。对于深圳、惠州、东莞区域保证下单之后2小时内送达，也可以预约配送在可选时间段内送货上门。生鲜商品在17点之前下单可以保证当日送达。可选商品包括天虹超市门店的蔬果禽肉、零食饮料、日用百货等丰富品种，以及全球直采的进口商品，并设有天虹自营品牌“天优”、“菲尔芙”的线上专柜。作为实体店的业务延伸，“天虹到家”将实体店和电子商务融合，从而实现这一全渠道转型的关键环节，从而满足顾客对于送货到家服务、一站式服务的需求。

天虹跨境电商体验店是天虹全球购的线下门店，其商品包括保税商品和完税商品，保税商品可以在店内的商品展示区先进行样品的体验，然后在现场获取商品条码，通过虹领巾app完成扫码下单，商品3到15天后从保税区配送到家；完税商品可以在此基础上实现现场买单、现场提货。目前，天虹跨境电商体验店已覆盖深圳、东莞、惠州、厦门、福州、成都、长沙、株洲、吉安、赣州、杭州、苏州等地，品类包括来自全球的母婴用品、美妆用品、日系药妆店、休闲食品、奶制品、进口水果、冰海产等近千种商品。

图 32 天虹到家送货上门



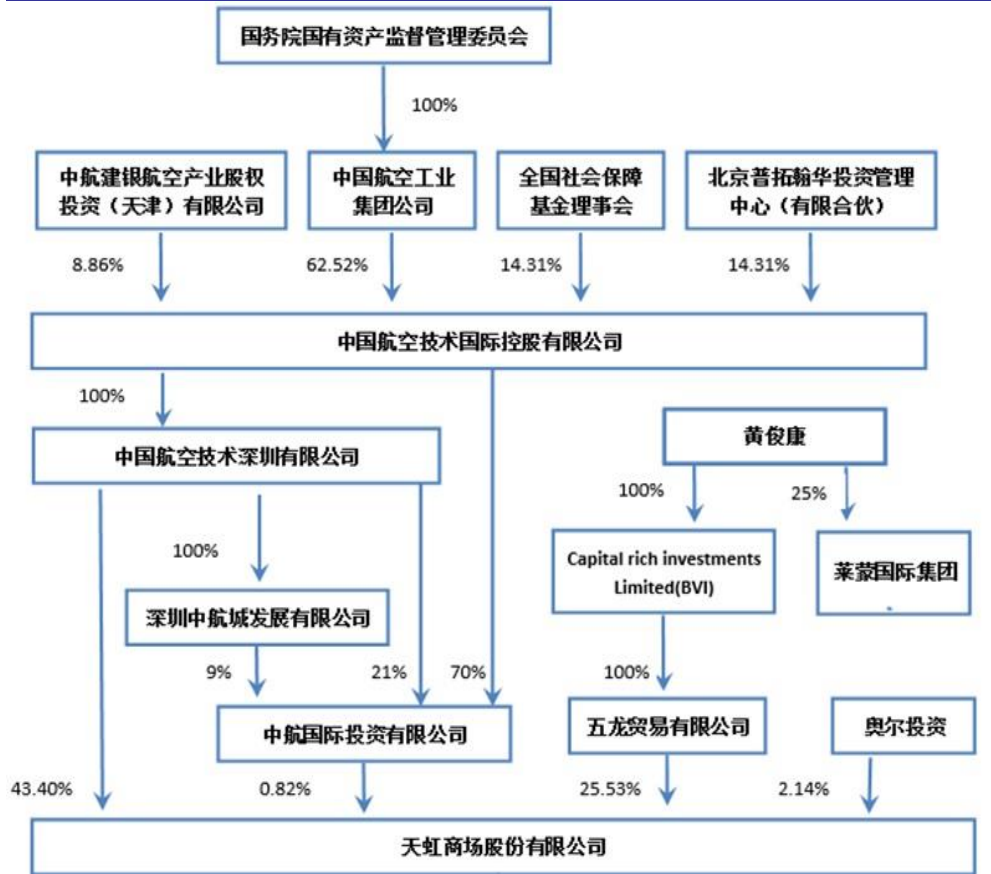
资料来源：联商网，申万宏源研究

5. 股东背景+管理机制为公司发展保驾护航

5.1 股东背景：中航控股+外资战投，国企改革催生投资机遇

天虹为中航系控股公司，国企改革推进值得关注。公司第一大股东为中航技深圳有限公司，属中航集团全资子公司，持股比例 43.4%。第二大股东五龙贸易公司股份占比 25.5%，其投票权让渡给中航技深圳公司，进一步加强了中航技深圳公司对天虹商场的实际控制地位。2017 年，国企改革进入全面深化和加速的阶段。中航工业在年度工作会上明确改革方向，即聚焦航空、航天、军工、电子主业，坚定不移地继续剥离充分竞争领域的辅业，把全集团业务涉及的行业大类由 75 个减少到 60 个。天虹商场经营与中航系主业协同性不高，在零售环境景气度不高的情况下也面临着机制变革的压力与机会，后续可能的国改推进值得持续关注。

图 33 天虹股份股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

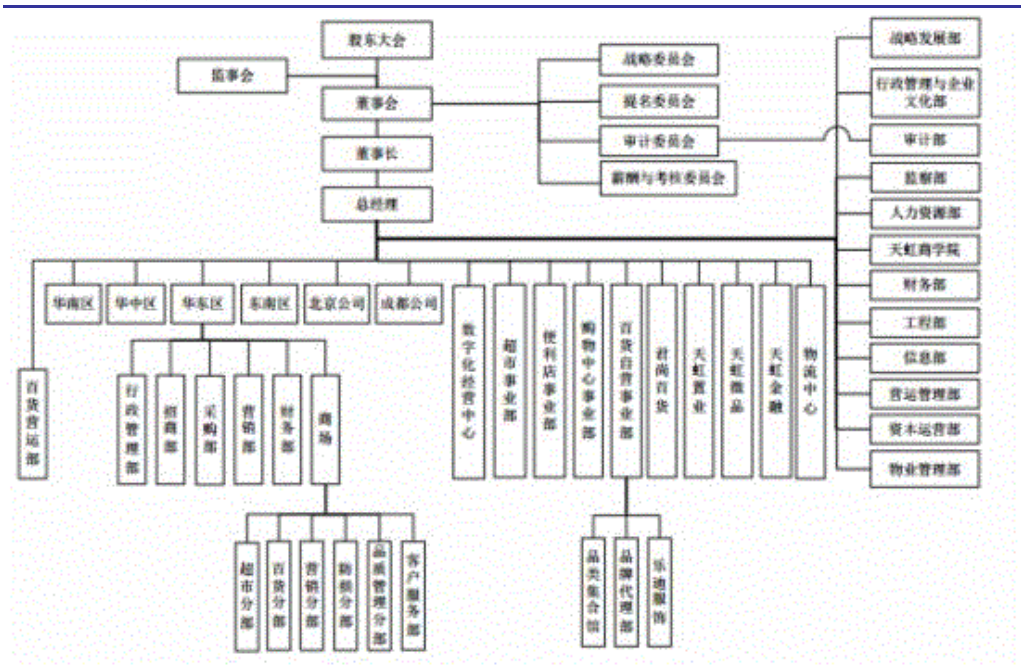
国资、外资混合持股，业务存在协同发展空间。中航地产与天虹同在中航旗下，中航地产在全国范围内发展布局城市综合体项目，可以为天虹外延扩张或购买商业地产提供条件，目前已有的合作项目包括深南天虹、观澜天虹、赣州中航城天虹等。2017 年 8 月，天虹将总部大楼物业委托给中航物业，以实行专业化、一体化物业管理，合作期限五年。天虹第二大股东五龙贸易实际控制人黄康俊先生兼任莱蒙国际集团董事会主席，该公司主营

业务为房地产开发、城市综合体开发与运营，曾与天虹合作成都莱蒙置地广场项目，也可为天虹在物业租赁和购置上提供支持。

5.2 管理机制：卓越高效的运营管理体系，充分激发企业活力

组织结构扁平化、网络化，利益分享机制激发团队活力。公司所有职能部门实现职位扁平化，不超过三级，提升决策效率；总部及区域职能部门由监管转型为服务支持，各事业部门快速应对市场；广泛应用任务团队工作方法，任务团队多为自发形成，能够实现快速决策、快速突破；公司在 25 家试点门店、华南区及项目团队推进利益分享机制，充分激发团队活力。

图 34 天虹管理架构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

制定标准作业流程，全面规范化管理，提升公司运营效率。公司制定了标准的作业程序，对采购、销售、商场管理、客户服务等业务环节全面进行规范化管理，同时积极推进天虹零售经营综合管理(R3)系统建设，并通过零售经营综合管理(R3)系统建设，建立业务支持平台，建设和应用高效一体化信息系统，驱动和促进公司管理效率提升，实现业务运营的标准化与精细化。

完善高管引进及培养体系，为公司中高端管理人才储备提供保障。公司为开发和提升领导力，启动了针对中高层管理层的“优才计划”，按照“对标商场总经理建模——评价中心测评——个人培养计划定制——配套培养项目实施——阶段性培养效果回顾与调整”思路先后对公司内部近百名储备人才进行了系统性培养；推行导师制，实现高管与储备人才的一对一辅导。同时完善人才引进体系启动了“猎才计划”，制定中高端人才引进方法，员工内部推荐管理办法等操作规范，实现外聘多名商场总经理级人才，在“双向学习计划”

的基础上，总结优化形成“外聘人才学习期培养指引”，针对性培养效果显著，实现了外部优秀人才引进的突破。

6. 盈利预测与估值

(1) 百货+超市+X类业务：

目前，公司门店处于转型提效期，天虹陆续关闭经营效益不及预期的门店，增开购物中心、主题型百货等体验性更强的新型业态，未来收入增长主要来自于新开门店和次新店结束培育期。

华南区包括深圳、东莞、惠州、珠海、佛山，共40家门店：深圳30家，3年以内的门店4家，已签约未开业门店2家；东莞5家；惠州4家，3年以内的门店2家；珠海1家；佛山已签约未开门店1家。

华中区包括江西南昌、吉安等和湖南长沙、娄底、岳阳等，共16家门店：江西10家，3年以内的门店5家，已签约未开业门店7家；湖南6家，3年以内的门店1家，已签约未开业门店2家。华中区门店培育期短。收入增长快，为未来发展主力区域。

东南区包括厦门、福州，共5家门店：厦门3家，已签约未开业门店2家；福州2家，3年以内的门店1家。

华东区包括苏州、杭州、嘉兴、绍兴，共6家门店：苏州3家，3年以内的门店1家，已签约未开业门店1家；杭州、嘉兴、绍兴各1家，3年以内的门店1家。

北京共3家门店，其中新奥天虹正在进行转型升级，计划打造成主题性潮牌街区。

成都现有1家门店，目前尚处于培育期。

根据天虹门店目前的店龄结构，我们预计2017-2019年公司百货+超市+X类业务营收增速分别为-0.1%、2.9%、2.2%。

(2) 便利店业务：

公司目前正在大力发展便利店业务，计划将便利店作为营收增长的突破点。截至2016年末，天虹拥有的便利店的门店数量已达157家。2017年，天虹打算提高加盟速度，计划将开设50~80家便利店门店，区域重点分布在深圳和厦门地区。

(3) 房地产业务：

公司目前拥有南昌九洲天虹和苏州相城天虹两个在建项目，配套房地产业务规模约23亿，预计年内将完成建设工作，2017-2019年逐步确认收入，随着房地产业务收入的确认，公司利润将大幅增厚。

表 8：公司在建项目情况

在建项目	物业类型	物业面积 (万平)	单价 (万元)	预估价值 (亿元)	预计投资额 (亿元)	分摊土地使用金 (亿元)	项目收益 (亿元)	
	可售物业	9.72		10.50				
	住宅	4.70	0.90	4.23	4.71	1.02	4.77	
	写字楼	4.24	1.20	5.09				
	沿街商业	0.79	1.50	1.19				
自用物业	22.71							
南昌九洲 天虹项目	购物中心	11.80			11.01	2.37		
	自用写字楼	0.20						
	停车场及 设备用房	10.70						
	总计	32.43					15.72	3.39
	可售物业	12.73		12.74				
	住宅	8.73	1.00	8.73	6.41	1.08	5.25	
	写字楼	4.01	1.00	4.01				
	自用物业	19.39						
苏州相城 天虹项目	购物中心	11.53						9.76
	停车场及 设备用房	7.85						
	总计	32.12			16.17	2.73		

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.4/7.3/7.9 亿元，同比增长 21.9/13.6/8.5%，对应当前股价 PE 分别为 19/17/15 倍。若不考虑地产项目结算影响，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.0/6.5/7.1 亿元，同比增长 15.1/8.3/9.4%，对应当前股价 PE 分别为 20/18/17 倍。参考同行业可比上市公司未来两年的动态 PE 水平，我们给予天虹股份 2017 年达到 23 倍 PE 的预测，对应的合理股价为 18.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：可比上市公司未来两年估值情况（股价采用 2017-08-16 收盘价）

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	2017E 净利润 (亿元)	2018E 净利润 (亿元)	2017PE	2018PE
600859.SH	王府井	124.8	6.66	7.43	19	17
600827.SH	百联股份	250.0	10.06	11.19	25	22
002277.SZ	友阿股份	90.4	3.62	4.49	25	20
	平均				23	20

资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	17,396	17,273	17,583	18,560	18,994
百货类	10,862	10,405	10,242	10,404	10,544
超市类	5,359	5,552	5,745	6,084	6,340
X类	820	764	746	768	784
房地产开发	0	156	434	867	867
其他	355	396	416	437	459
营业总成本	16,824	16,659	16,781	17,631	18,003
营业成本	13,296	13,100	13,148	13,746	14,040
百货类	8,456	8,035	7,856	7,949	8,045
超市类	4,113	4,227	4,343	4,581	4,755
X类	457	445	418	430	439
房地产开发	0	121	240	480	480
其他	270	270	291	306	321
营业税金及附加	151	98	207	271	274
销售费用	3,009	3,123	3,157	3,332	3,410
管理费用	356	318	324	342	350
财务费用	4	17	-51	-59	-72
资产减值损失	7	3	-3	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1,188	59	59	59	59
营业利润	1,759	673	860	988	1,050
营业外收支	-88	43	-10	-19	5
利润总额	1,671	715	850	969	1,054
所得税	464	192	212	244	267
净利润	1,207	523	638	725	787
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	1,208	524	639	726	788

资料来源: wind, 申万宏源研究

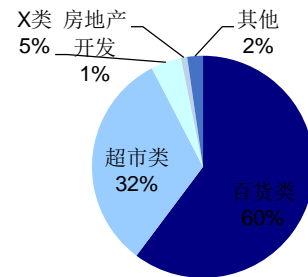
合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,720	9,567	10,379	11,634	12,755
现金及等价物	5,158	4,968	5,770	6,957	8,044
应收款项	431	396	397	400	402
存货净额	1,035	1,429	1,437	1,503	1,535
其他流动资产	2,096	2,774	2,774	2,774	2,774
长期投资	176	168	168	168	168
固定资产	3,102	3,251	3,111	2,970	2,829
无形资产及其他资产	1,870	1,621	1,619	1,617	1,616
资产总计	13,884	14,758	15,427	16,540	17,518
流动负债	8,147	9,081	9,113	9,501	9,692
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	7,638	8,510	8,541	8,930	9,121
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	224	78	78	78	78
负债合计	8,371	9,160	9,191	9,579	9,771
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1,712	1,709	1,709	1,709	1,709
盈余公积	403	403	403	403	403
未分配利润	2,596	2,680	3,319	4,045	4,833
少数股东权益	2	5	4	3	2
股东权益	5,514	5,598	6,236	6,960	7,748

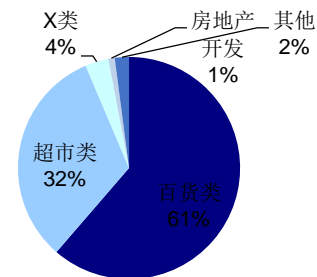
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
百货类 YOY	-0.02	0.02	0.01	-
超市类 YOY	0.03	0.06	0.04	-
X类 YOY	0.03	0.05	0.04	-
房地产开发 YOY	-	-	-	-
其他 YOY	0.05	0.05	0.05	-

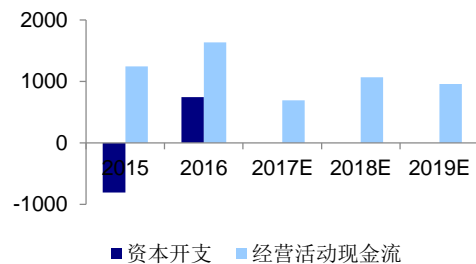
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

负债和股东权益合计	13,884	14,758	15,427	16,540	17,518
-----------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind, 申万宏源研究

合并现金流量表

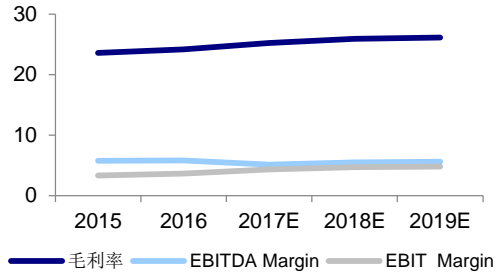
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,207	523	638	725	787
加: 折旧摊销减值	429	377	139	142	142
财务费用	18	7	-51	-59	-72
非经营损失	-1,169	-71	-59	-59	-59
营运资本变动	749	796	25	320	158
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,243	1,632	692	1,069	956
资本开支	-809	744	0	0	0
其它投资现金流	20	67	59	59	59
投资活动现金流	665	-1,270	59	59	59
吸收投资	5	1	0	0	0
负债净变化	136	-163	0	0	0
支付股利、利息	269	450	-51	-59	-72
其它融资现金流	-27	1	0	0	0
融资活动现金流	-155	-611	51	59	72
净现金流	1,752	-248	802	1,187	1,087

资料来源: wind, 申万宏源研究

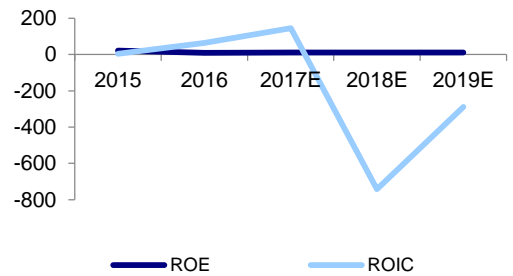
重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.51	0.66	0.80	0.91	0.99
每股经营现金流	1.55	2.04	0.86	1.34	1.20
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	6.89	6.99	7.79	8.69	9.68
关键运营指标(%)					
ROIC	4.2	64.3	145.8	-741.8	-288.2
ROE	21.9	9.4	10.3	10.4	10.2
毛利率	23.6	24.2	25.2	25.9	26.1
EBITDA Margin	5.7	5.8	5.1	5.5	5.6
EBIT Margin	3.3	3.7	4.3	4.7	4.8
收入同比增长	2.3	-0.7	1.8	5.6	2.3
净利润同比增长	124.4	-56.6	21.9	13.6	8.6
资产负债率	60.3	62.1	59.6	57.9	55.8
净资产周转率	3.16	3.09	2.82	2.67	2.45
总资产周转率	1.25	1.17	1.14	1.12	1.08
有效税率	96.0	29.3	26.8	26.8	26.8
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	9.8	22.6	18.5	16.3	15.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/Sale	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.9	6.9	6.7	4.7	3.6

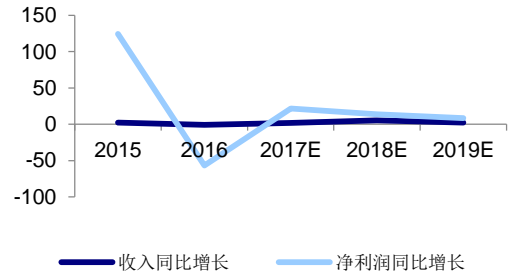
资料来源: wind, 申万宏源研究



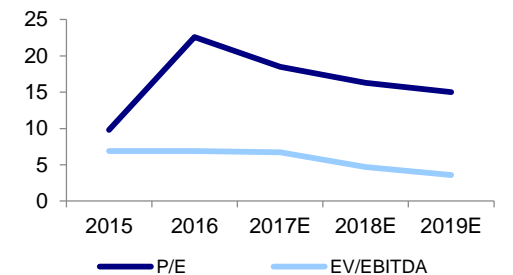
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。